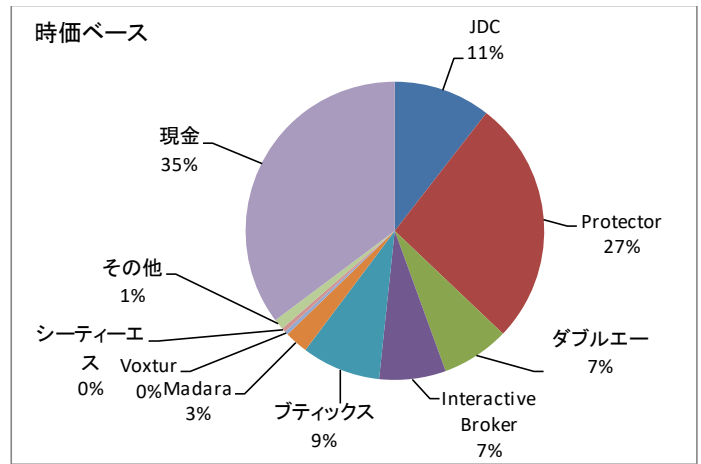
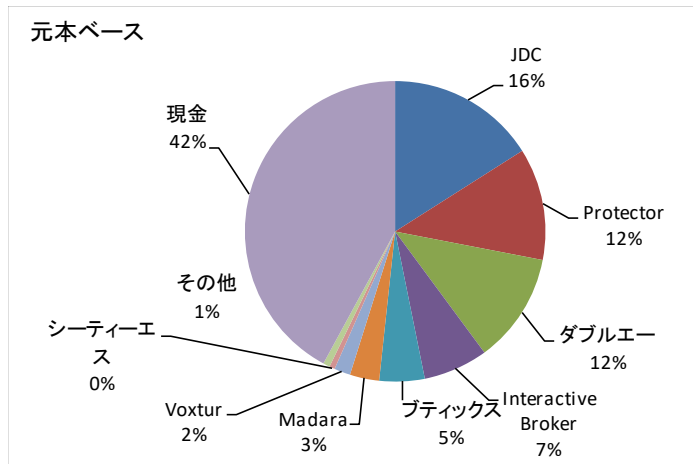
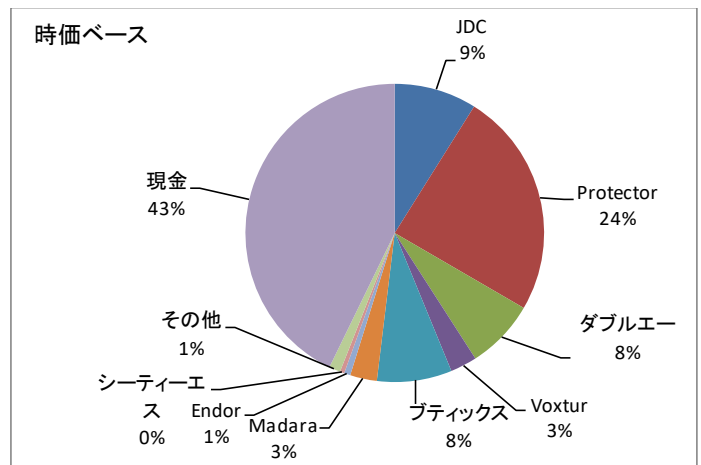
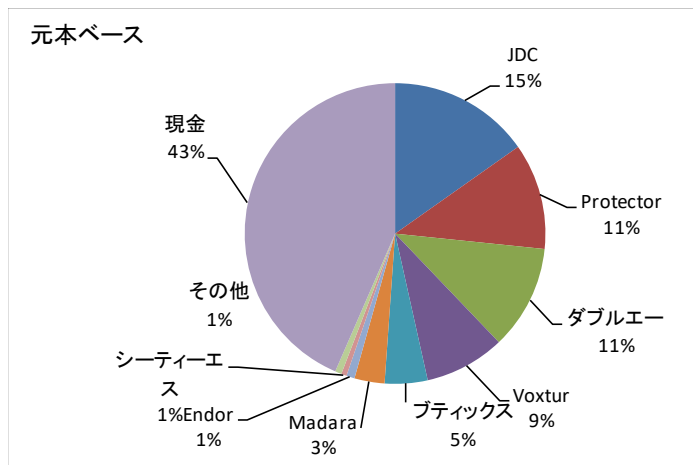


2022年10月末のポジション報告をお送りします。



比較のため、9月末のポートフォリオは以下の通りです。



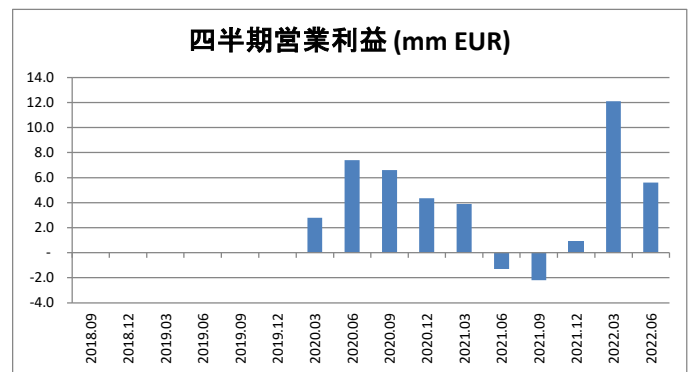
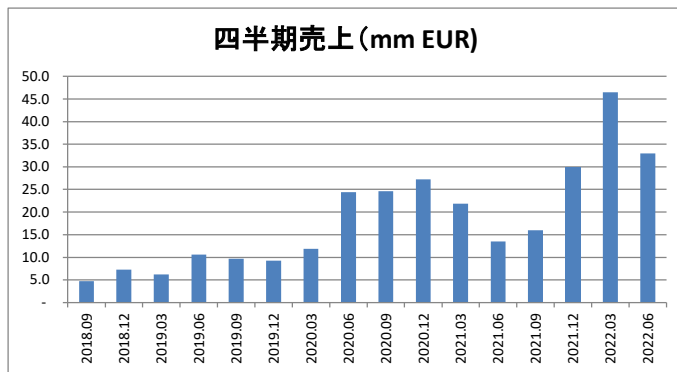
保有銘柄詳細 (元本ベース順)

| 銘柄コード | 会社名                | 事業         | 本社    | 取得単価  | 元本ベース比率 | 時価     | 時価ベース比率 | 3年後<br>価値<br>予想 | 対時価  | 年利<br>換算 | 今月の取引 |
|-------|--------------------|------------|-------|-------|---------|--------|---------|-----------------|------|----------|-------|
|       | JDC                | 保険プラットフォーム | ドイツ   | 25    | 16%     | 19     | 11%     | 55              | 198% | 44%      | 新規購入  |
|       | Protector          | 損害保険       | ノルウェー | 51.87 | 12%     | 124.60 | 27%     | 198             | 59%  | 17%      |       |
| 7683  | ダブルエー              | 靴小売        | 日本    | 3,173 | 12%     | 2,530  | 7%      | 4,874           | 93%  | 24%      |       |
|       | Interactive Broker | オンライン証券    | アメリカ  | 77    | 7%      | 80     | 7%      | 165             | 106% | 27%      |       |
| 9272  | ブティックス             | 展示会        | 日本    | 1,292 | 5%      | 2,915  | 9%      | 4,405           | 51%  | 15%      |       |
|       | Madara             | 化粧品        | ラトビア  | 21    | 3%      | 19     | 3%      | 20              | 8%   | 3%       |       |
|       | Voxtur Analytics   | 不動産テック     | カナダ   | 1.47  | 2%      | 0.38   | 0%      | 1               | 196% | 44%      |       |
| 4345  | シーティーエス            | 建設IT       | 日本    | 814   | 1%      | 802    | 0%      | 1,457           | 82%  | 22%      | 大半売却  |
|       | その他                |            |       |       | 1%      |        | 1%      |                 |      |          |       |
|       | 現金                 |            |       |       | 42%     |        | 35%     |                 |      |          | 全部売却  |
|       | Endor              | ゲーム機器      | ドイツ   |       |         |        |         |                 |      |          |       |

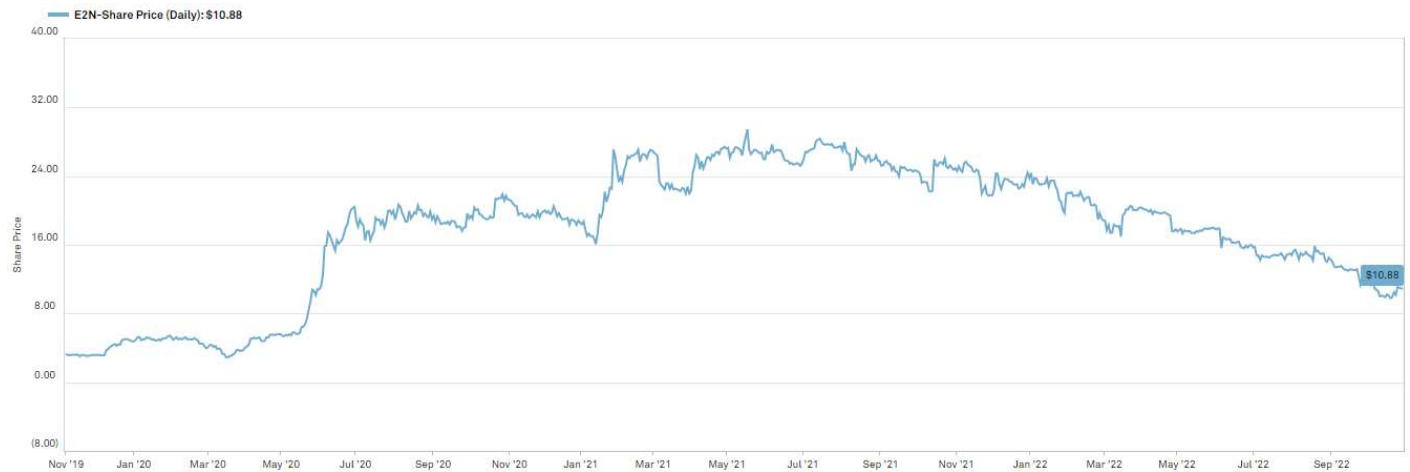
## 全部売却 Endor、本社：ドイツ

コロナ禍も終わり、巣ごもり需要も終わり、「超」財政出動+金融緩和政策の反動で世界中がインフレになって先行きが混沌としている中でも5年後の企業像がイメージできる会社にポジションを寄せています。

Endorはドライビングゲーム（グランツーリスモとか）向けにハンドルやペダルを販売しています。ニッチな業界ですが、コロナ巣ごもり需要で急拡大。2022年3月にはプレステ5向けにグランツーリスモの新作が5年ぶりに発売されたこともあって、さらに追い風。コロナ需要の追い風、需要が強すぎて欠品してしまった向かい風、グランツーリスモ追い風、景気悪化の向かい風。。どの程度の業績が普通なのか、もはや分かりません。以下の利益グラフの振れ幅の大きいこと。



2020年6月に投資を始めて2年超。ユーロ建てで+5%、円安効果で円建て+13%という小粒な結果でした。よく分からないものに手を出した割に大げがしなくてラッキーでした。



## 大半売却 Voxel Analytics、本社トロント

こちらは良く分からずに投資して大ダメージ。米国で住宅ローンを借りるとき、Title insuranceという登記情報の正確性を保証する保険があります。紙ベースで登記簿を管理していた時代は、記載ミスがある可能性は分かりますが、デジタル化が進んだ現代でミスはほぼありません。その割に寡占化された市場で高い保険料を維持しているのが Title Insurance 各社です。そこに対して、より割安な商品を持ち込もうというのが Voxel。しかも、そのアイデアが Fanni Mae という住宅ローン流動化の根幹を担う政府機関によって承認されたというニュースで舞い上がってしまいました。ちょうど勤務先の同僚が Title insurance 業界について調べていたので、色々話し合った結果としては、どうなるか良く分からないという結論になりました。アマゾンのように他店と同じ商品が安く、速く届くと

いうなら代替確率が高いと思えますが、ちょっと違う商品・サービスの場合は難しいです。まあ、モノの見事に大失敗した気分です。この会社は買収好きなのですが、ドンドン新株発行して資金調達します。**Halma** という、長期間にわたって **20%**成長を続けたイギリスの超優良企業があります。**David Barber** という立役者が、「買収には二種類ある。新株発行によって行うものと、自分で生み出したキャッシュフローを再投資するもの。新株発行は財務規律が緩みがちで、経営陣も規模を追い求めることが楽しくなってしまう。**Halma** は自己キャッシュフロー内でしか買収を行わない」と話していたことを、身をもって知るようになりました。

良いニュースが出た直後に高値買いしてしまったため、買値から**-75%**というかつてない下落率に見舞われていますが、不幸中の幸いは違和感を感じて少し早めに売却を始めたことでしょうか。株ってこんなに下がるんだなと思っていますね。1/4になることもあるから、4倍にもなるんですけどね。



## 新規購入 **Interactive Brokers**、本社：アメリカ

ここ2年ほどよく知らない会社に挑戦しては損失につながっているわけですが、自分が必要不可欠だと思う商品・サービスを提供する会社に投資していれば、大やけどリスクを減らせます。身銭を切ってまでその商品・サービスを使う理由がよく理解できるからです。身近な例で言えば、アマゾン、エクセル（マイクロソフト）、グーグル（gmail や gmap、android、youtube など無料なので身銭を切っているとは言えませんが、仮に gmail が年 1000 円なら喜んで支払います。全てのメール登録を変えることが面倒すぎます）。翻って、ワイン通販の **Naked Wine** はカナダ展開していないために利用したことはないし、ワインファンでもないので使い続けられないでしょう。**Beenos** の越境 EC はメルカリで買った子供椅子をカナダに送ることに使いましたが、正直あまり使いやすいとは思いませんでした。アマゾンの越境 EC サービスの使いやすさと比べると雲泥の差。もう一点気になったのは、**Beenos** のシステムは改善が遅いという印象です。日本最大の越境 EC サイトで規模の経済が働き送料面で優位に立てると考えて投資しましたが、ユーザー目線で応援できない（知人に自信を持って紹介できない）場合は微妙です。

個人投資家としては、**Interactive Brokers** という証券会社も外せません。個人向け証券会社というと、マーケティング戦略で顧客獲得するイメージが強いですが、**Interactive Broker** はむしろ必需品を低料金で提供しています。最も進んだ取引システムを提供している会社で、一つの口座から世界数十か国に投資できます。この証券会社があったおかげで、日本からカナダに引越すときにポジション移管ができ、非常にお世話になっています。私を含めて、この会社がなくなってしまうたら、どうしていいかわからない投資家は多いと思います。友人から「おすすめの証券会社は？」と聞かれたら、間違いなくここを推薦します。支持を集めて口座数は年率 20%以上で右肩上が

り。現在200万口座ですが、伸びしろは？日本国内だけで展開するSBI証券や楽天証券が800万口座、アメリカ国内だけに展開するCharles Schwabが3400万口座あることを考えると、世界200か国から顧客を集めるInteractive Brokersは5～10倍は軽くいけると思います。



もう一つ大事な視点は、金利正常化で恩恵を受け銘柄と言う点です。ゼロ金利下では、借入が多い企業ほど利払いが下がって有利になり、逆に財務状況が良好で現預金がある会社ほど、利子収入が減って不利になります。これがリーマンショック以降の15年の世界でした。今後10年は大きく変わる可能性が高い。どの金利水準が適正かは議論の余地がありますが、現在の米国10年債金利4%は歴史的に高い水準とは言えません。ようやく、借入が多い企業が苦勞し、財務状況が良好な企業が恩恵を受ける、まともな経済環境が戻ってきました。

#### 米国10年債金利



あまりにも長期間低金利環境が続いたため、現在の市場は高金利が長く続く可能性に対する認識が薄いと感じます。というわけで、金利正常化から恩恵を受ける会社を探しています。Interactive Brokerは顧客に対して信用取引するための資金を貸し出しています。金利スプレッドは2018-2019年に1.5%。コロナ禍で超金融緩和政策が取られた2020-2021年は1.0%。2018年の金利レベルを大きく上回っている今日では2%を超え

ていると思います。仮に2%になると、1200mmドルの追加利益が生まれ、それだけで営業利益が75%増加するようなインパクトがあります。日本では金利正常化はまだまだ遠い世界に感じますが、欧米で（1）理解できる競争力のある事業を展開し、（2）成長余地があり、（3）金利正常化の恩恵を受ける会社を探したいです。

Interactive Brokers は楽天証券など米国株を扱う日本の証券会社からも購入できるので、ご検討ください。

## 買い物リスト

先日、買った銘柄を事後報告されるのも良いが、そもそもの銘柄がいくらになったら買い時かを知りたいというリクエストを頂きました。今回のシンメンテのように毎月1銘柄ほど日本の優良銘柄を紹介して、3年後の目標株価とともにシェアしたいなと思います。皆様に有益なレポートにしていきたいので、リクエストがあれば教えてください。

| 紹介                  | 11/01    | 株価    | 時価総額 | 創業年  | 社長 | 生年   | 年齢   | 保有比率 | 3年後適正株価 |       | 企業理念 |   |
|---------------------|----------|-------|------|------|----|------|------|------|---------|-------|------|---|
|                     |          | 11/01 | 10億  |      |    |      |      |      | 上幅      | 上幅    |      |   |
| ダブルエー               | 2020年09月 | 2,510 | 12   | 2002 | 20 | 肖俊偉  | 1972 | 50   | 66%     | 4,600 | 83%  | いつでも想像以上に満足のできる商品・サービスを提供します。   |
| ブティックス              | 2020年10月 | 2,843 | 14   | 2006 | 16 | 新村祐三 | 1966 | 56   | 54%     | 4,289 | 51%  | マッチング・ファースト   |
| C T S               | 2022年07月 | 789   | 34   | 1972 | 50 | 横島泰蔵 | 1960 | 62   | 38%     | 1,376 | 74%  | 全国の建設現場の課題を、身近なサービスで解決する  |
| シンメンテ               | 2022年08月 | 1,219 | 84   | 1999 | 23 | 内藤秀雄 | 1943 | 79   | 22%     | 2,000 | 64%  |   |
| ペイロール               | 2022年09月 | 751   | 70   | 1989 | 33 | 湯浅哲哉 | 1958 | 64   | 4%      | 1,511 | 101% | お客様に気持ちよくサービスを受けていただく   |
| Interactive Brokers | 2022年10月 | 80.23 | 34   | 1978 | 44 |      |      |      |         | 166   | 107% | Create technology to provide liquidity on better terms. Compete on price, speed, size, diversity of global products and advanced trading tools. |

## 質問コーナー&オンライン説明会

毎月一方的にレポートをお送りしていますが、何か質問があればメールしてください。次の月次レポートまでには回答します。また、半期に1度、6・12月末にオンライン説明会を開催しようと思います。投資関連のことでなくても意見交換できれば嬉しいです。ご都合よければご参加ください。

長友 2022年11月3日@京都。

1月上旬まで帰国しています。お会いできれば幸いです。

月次リターン(税引前)

|          | 1月     | 2月     | 3月     | 4月    | 5月    | 6月    | 7月    | 8月    | 9月    | 10月   | 11月    | 12月    | 年次  |
|----------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-----|
| 2014(概算) |        |        |        |       |       |       |       |       |       |       |        |        | 23% |
| 2015(概算) |        |        |        |       |       |       |       |       |       |       |        |        | 19% |
| 2016     | 0.0%   | 0.0%   | 1.0%   | -0.4% | 1.5%  | 4.1%  | 1.1%  | -2.7% | 1.3%  | 4.9%  | 6.7%   | 6.3%   | 26% |
| 2017     | -2.8%  | 2.9%   | 13.5%  | -9.6% | -1.6% | 5.6%  | 1.7%  | 9.5%  | 11.0% | 2.2%  | 11.5%  | -2.9%  | 46% |
| 2018     | 16.0%  | -10.7% | 3.5%   | 0.8%  | -1.3% | -0.3% | 1.5%  | 7.0%  | 5.5%  | -6.3% | 3.7%   | -10.0% | 6%  |
| 2019     | 5.9%   | 6.7%   | -1.9%  | 1.7%  | 1.2%  | 0.6%  | 5.8%  | 0.6%  | 0.8%  | 7.7%  | 3.4%   | 5.9%   | 45% |
| 2020     | 0.0%   | -5.8%  | -10.6% | 7.9%  | 3.3%  | 4.5%  | -3.0% | 5.8%  | 2.9%  | 3.2%  | 2.9%   | 0.5%   | 11% |
| 2021     | 4.2%   | 5.5%   | 9.5%   | 6.2%  | -0.7% | 0.6%  | 2.1%  | -0.4% | -1.9% | 10.9% | -11.6% | 2.5%   | 28% |
| 2022     | -11.9% | -2.5%  | 7.7%   | -0.9% | -5.2% | -3.2% | 1.7%  | 1.7%  | -5.0% | 9.9%  |        |        | -9% |

年次リターン(税引前)

|          | ポートフォリオ | 配当込TOPIX | TOPIX | 配当込SP500 | SP500 |
|----------|---------|----------|-------|----------|-------|
| 2014(概算) | 23%     | 10%      | 8%    | 14%      | 11%   |
| 2015(概算) | 19%     | 12%      | 10%   | 1%       | -1%   |
| 2016     | 26%     | 0%       | -2%   | 12%      | 10%   |
| 2017     | 46%     | 22%      | 20%   | 22%      | 19%   |
| 2018     | 6%      | -16%     | -18%  | -4%      | -6%   |
| 2019     | 45%     | 18%      | 15%   | 32%      | 29%   |
| 2020     | 11%     | 7%       | 5%    | 18%      | 16%   |
| 2021     | 28%     | 13%      | 10%   | 29%      | 27%   |
| 2022     | -9%     |          | -3%   |          | -19%  |
| 累計       | 435%    | 82%      | 49%   | 201%     | 109%  |
| 年率換算     | 21%     | 8%       | 5%    | 15%      | 9%    |
| 過去3年(年率) | 27%     | 13%      | 10%   | 26%      | 24%   |
| 過去5年(年率) | 26%     | 8%       | 6%    | 18%      | 16%   |

税引前基準価額推移(Dec. 2013 = 100)

